Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

1er décembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Une volatilité à exploiter

Alors que la volatilité des marchés actions reste sur des niveaux faibles, elle masque des disparités fortes au niveau des titres, conséquences de la construction des indices et de leur concentration. Ces effets de concentration ont ressurgi au cours des derniers mois sous le double impact de la hausse des dépenses d'investissements des grands leaders de l'intelligence artificielle et des annonces de partenariats stratégiques divulgués par OpenAI. Une nouvelle vague d'enthousiasme a donc porté les sociétés exposées à la sphère de l'IA, certaines bondissant de plus de 30% en une séance. A l'inverse, des pans entiers de la côte se retrouvent délaissés et, pour ces valeurs, la moindre déception financière est lourdement sanctionnée. Au final, des divergences très prononcées qui ne se retrouvent ni dans la performance des indices, ni même dans leur volatilité. La performance récente de l'indice S&P 500 équipondéré illustre pleinement cette dynamique, celui-ci étant stable depuis 4 mois.

Et pourtant, l'analyse des performances interpelle ! Près de 60% de la hausse du marché américain depuis le début de l'été reposent sur les 7 plus grandes valeurs. Comme le souligne l'étude de notre recherche quantitative en page 5 de ce suivi hebdomadaire, nous faisons aujourd'hui le double constat que peu de périodes ont connu une concentration aussi forte de la performance des marchés sur une poignée de titres et que, dans le même temps, la volatilité de ces titres a rarement été aussi élevée.

Par ailleurs, il faut noter que cette hausse est entretenue par deux moteurs : un recours de plus en plus marqué à l'endettement (comme en témoigne le niveau record des appels de marge) et des flux très concentrés sur les ETF sectoriels, thématiques, voire mono titre (potentiellement eux-mêmes en levier). Alors que les dangers des effets de levier s'illustrent déjà sur les crypto-actifs qui viennent de connaître deux épisodes de liquidation brutale en deux mois (les appels de marge forcés ont réduit à néant les positions de certains investisseurs), il nous semble aujourd'hui important de considérer les risques d'une diffusion de ces phénomènes à d'autres actifs portés par l'engouement et l'endettement. Si ces éléments constituent des points de fragilité pour les marchés, nous notons toutefois que dans un contexte où les performances des valeurs ont autant divergé, les forces de rappel nous paraissent nombreuses sous réserve d'adopter une vision à long terme. **Cette vision doit s'appuyer sur un décryptage précis de l'environnement des sociétés et de leur capacité d'adaptation, tant elles doivent naviguer dans un monde plus conflictuel, régionalisé et où le « Politique » interfère régulièrement au point de changer les équilibres de marché.**

C'est sous ce prisme que nos stratégies de gestion se déclinent, et c'est avec ces vues à long terme que nous saisissons les opportunités qui naissent de la dispersion des performances **et** de la volatilité des titres, avec comme priorités d'investissement : **les sociétés exposées à la redéfinition des stratégies industrielles des Etats, les petites et moyennes capitalisations** (bénéficiaires des plans d'investissement) **et les valeurs de rendement** (dès lors que la soutenabilité du dividende est incontestable).

C'était l'objet de la présentation de nos Perspectives Économiques et Financières de la semaine passée et c'est dans ce cadre que nos équipes de gestion et de recherche les déclinent dans les portefeuilles.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales

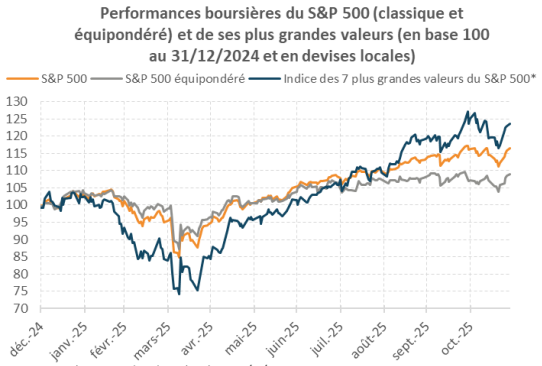
Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6
- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« Près de 60% de la hausse du marché américain depuis le début de l'été reposent sur les 7 plus grandes valeurs. »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg, données au 28/11/25
**Indice équipondéré et rebalancé tous les trimestres*

Nos clefs de lecture	Niveaux 28/11/25	Niveaux 27/11/25	Niveaux T-12 mois	Variations (en %) 27/11/25	Variations (en %) sur 12 mois
Marché des changes					
€ / $	1,160	1,160	1,055	0,0	9,9
€ / £	0,876	0,876	0,832	0,1	5,4
€ / Yen	181,16	181,25	159,90	0,0	13,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, $ par baril)	63	63	73	-0,2	-13,8
Indice CRB*	534	534	536	0,0	-0,4
Prix de l'once d'Or	4 218	4 218	2 657	0,0	58,8
Prix de la tonne de cuivre	11 189	10 940	9 002	2,3	24,3
Indice Baltic Dry**	2 560	2 480	1 419	3,2	80,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1403	1403	2234	0,0	-37,2

*Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.*

Analyse de l'évolution des marchés

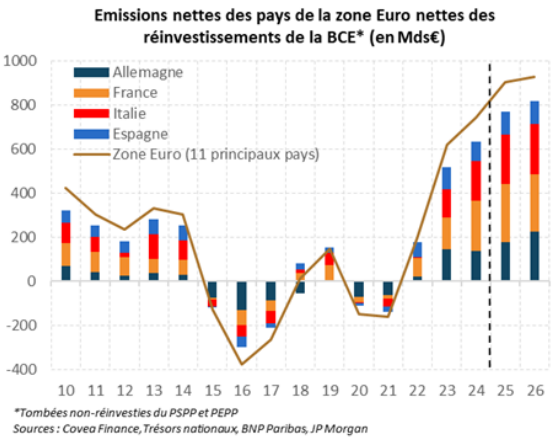
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière les taux ont été orientés à la baisse, impactés par la publication de statistiques américaines dégradées du coté des ventes de détail et de la confiance des consommateurs. Les probabilités de voir la Fed baisser ses taux lors de sa prochaine réunion de décembre sont revues à la hausse. Ainsi, les taux de l'ensemble de la courbe américaine ont été orientés à la baisse , le taux à 10 ans passant temporairement sous les 4% pour finir en baisse de 5 pbs à 4,01%. De l'autre coté de l'atlantique, l'annonce du budget britannique avec des hausses d'impôts étalées dans le temps et des mesures pour lutter contre l'inflation ont rassuré les marchés. Les taux ont baissé significativement sur le 10 ans britannique (-11 pbs à 4,44%) et de façon plus marquée sur le 30 ans (-18 pbs à 5,15%) du fait de la réduction annoncée des émissions à venir sur cette partie de la courbe. Les taux européens sont entraînés dans le mouvement, avec une surperformance de la France (pourtant toujours sans budget) et de l'Italie dont la notation ne cesse de s'améliorer. Leur taux à 10 ans baisse de 6 pbs à respectivement 3,41% et 3,40%, alors que celui de l'Allemagne s'établit à 2,69%, quasi-stable. L'écart de taux entre les références à 10 ans France / Allemagne termine en baisse, à 72 pbs. Le marché du crédit demeure actif avec près de 15,8 Mds€ émis, dont des nouveaux entrants, à l'image de Canal Plus qui a émis 700 M€ à 5 ans à un taux de 4,65% pour une demande de plus de 4.7 Mds€.

Le Focus de la semaine : Emissions souveraines européennes - perspectives 2026

Alors que la France peine à finaliser son budget 2026, l'ensemble de la zone euro se prépare à une nouvelle année d'émissions élevées. Selon les estimations disponibles, les émissions obligataires brutes des principaux pays de la zone euro devraient franchir le niveau de 1400 Mds€ l'an prochain, contre 1 380 Mds€ en 2025.



Ces montants désormais structurellement élevés reflètent avant tout la progression des volumes de dettes arrivant à échéance, qui atteindraient près de 897 Mds€ en 2026. Ce profil de remboursement, hérité des années post-Covid contribue à maintenir l'offre brute à un niveau soutenu. Dans ce contexte, les émissions obligataires nettes des remboursements sont attendues à 550 Mds€, en léger retrait par rapport aux 565 Mds€ estimés pour 2025. L'Allemagne constitue l'exception notable : le financement de son plan d'investissements, validé au printemps se traduit par un déficit projeté à 4% du PIB et par une hausse de ses besoins nets de financement, qui atteindraient 111 Mds€ (soit +11 Mds€ sur un an). À l'inverse, plusieurs États, notamment l'Italie et l'Espagne, s'inscrivent dans une trajectoire de consolidation budgétaire.

Parallèlement, la politique monétaire continue de jouer un rôle déterminant. La BCE poursuit la réduction de la taille de son bilan et cesse de réinvestir les montants issus des obligations souveraines arrivant à échéance. Cette dynamique renforce les besoins de financement que le marché doit absorber: plus de 900 Mds€ d'émissions, nettes à la fois des remboursements et du non-réinvestissement de la BCE, devront être absorbées par les investisseurs en 2026. L'Allemagne est ici encore le pays dont l'offre nette progresse le plus par rapport à 2025 (+20 Mds€), tandis que les autres souverains présentent des volumes stables ou en légère diminution.

Dans un environnement d'endettement public historiquement élevé, l'abondance de l'offre obligataire européenne constitue un élément durable du marché obligataire. La compression des primes de risque observée ces derniers trimestres invite toutefois à une certaine prudence, d'autant que la réforme des fonds de pension néerlandais réduit la profondeur du marché sur les maturités très longues. En 2026, face à ces éléments, la question de la capacité des investisseurs à absorber une offre toujours importante avec des écarts de valorisation entre souverains resserrés est de nature à orienter les taux d'intérêt des dettes souveraines à la hausse.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux

Marchés Obligataires	Niveaux 28/11/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	Variations (en pb) J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	Pente* (en pb) 2y - 10y	10y - 30y
	Taux directeurs					Variations (en pb)					
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,00	4,50	4,75	0,00	0,00	-0,50	-0,75		
BCE - *Taux Repo*	2,15	2,15	2,15	3,15	3,40	0,00	0,00	-1,00	-1,25		
BCE - *Taux Facilité de dépôt*	2,00	2,00	2,00	3,00	3,25	0,00	0,00	-1,00	-1,25		
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,00	4,75	4,75	0,00	0,00	-0,75	-0,75		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25		
	Taux 10 ans					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
Etats-Unis	4,01	4,06	3,99	4,57	4,26	-5	2	-56	-25	52	65
Allemagne	2,69	2,70	2,68	2,37	2,13	-1	1	32	56	66	64
France	3,41	3,47	3,41	3,20	2,95	-6	0	21	46	117	89
Italie	3,40	3,46	3,40	3,52	3,35	-6	0	-12	5	122	91
Royaume-Uni	4,44	4,55	4,45	4,57	4,28	-11	-1	-13	17	70	75
Japon	1,81	1,78	1,80	1,10	1,06	3	1	71	76	83	154
	Crédit					Variations (en pb)					
Indice Itraxx Main	52,9	56,6	53,2	57,6	57,3	-3,8	-0,4	-4,7	-4,5		
Indice Itraxx Crossover	256,0	271,2	257,6	313,8	305,8	-15,2	-1,6	-57,8	-49,8		

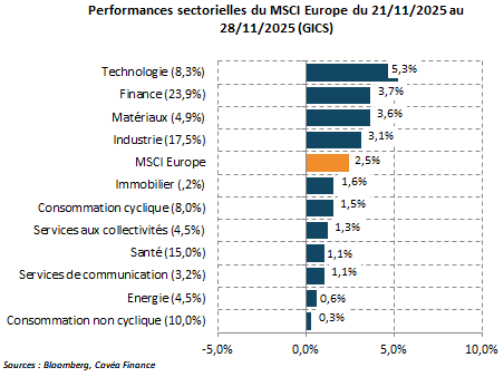
*Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)*

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une hausse de +2,5% sur la semaine, soutenu par des commentaires de certains membres de la banque centrale américaine favorables à une baisse des taux directeurs en décembre ainsi que par l'espoir d'un cessez le feu en Ukraine. Dans ce contexte, les secteurs les plus sensibles à l'activité économique surperforment. La technologie réalise la meilleure performance de la semaine avec une progression de +5,3%, bénéficiant également du retour de la confiance des investisseurs envers la thématique de l'intelligence artificielle. La finance progresse de +3,7% grâce aux banques ibériques qui pourraient bénéficier d'une décision réglementaire renforçant leur solidité bilancielle. Le secteur des matériaux est en hausse de +3,6%, aidé par les perspectives de reconstruction en Ukraine et la poursuite de la hausse des prix des matières premières. A l'autre bout du spectre, les secteurs les moins sensibles et négativement corrélés à la thématique IA sous-performent à l'image de la consommation non-cyclique (+0,3%), la santé (+1%) et les services de communication (+1,1%). Enfin, l'énergie affiche une légère hausse de +0,6%, pénalisée par la faiblesse des prix du pétrole et du gaz sur la période.



Le Focus de la semaine : Divergence de performances entre les prix du pétrole et la performance des pétroliers européens

Traditionnellement, la performance boursière des valeurs pétrolières évolue en ligne avec les prix du pétrole, avec plus ou moins d'amplitude. Pourtant nous n'observons pas ce phénomène en 2025. A la clôture de vendredi soir, le Brent recule de 15,3% depuis le début de l'année alors que l'indice MSCI Europe Energy progresse de 8,5%, un écart inédit depuis trois décennies. À court terme, l'Agence internationale de l'énergie anticipe un excédent d'offre supérieur à 4 millions de barils par jour. La production OPEP et non-OPEP progressent alors que dans le même temps, la demande s'essouffle, à +0,7 million de barils par jour contre +1,2 million de baril par jour en moyenne au cours des deux dernières décennies. Cet excès d'offre exerce une pression baissière sur les prix du pétrole.

Pourtant, les grandes valeurs pétrolières européennes affichent une performance boursière positive depuis le début de l'année. Cela s'explique par la solidité de leurs fondamentaux et leur capacité à distribuer un rendement du dividende attractif, même dans un environnement de prix bas. Les résultats du troisième trimestre confirment cette robustesse avec un résultat net ayant moins baissé que les prix du pétrole sur la période. En complément, les grandes sociétés pétrolières ont dans l'ensemble amélioré leur marge d'autofinancement et réduit leur endettement. Ces entreprises sont aidées par la diversification de leurs activités. En effet, si le contexte des prix du pétrole est dégradé, les marges de raffinage rebondissent fortement en raison des tensions sur l'offre de produits raffinés dans le monde.

Au-delà des résultats financiers, les investisseurs apprécient surtout la discipline financière de ces acteurs qui privilégient une allocation rigoureuse du capital, orientée vers la redistribution des excédents de trésorerie aux actionnaires plutôt que vers des investissements massifs ou des acquisitions dont la création de valeur reste incertaine. Shell et Total Energies illustrent cette stratégie, distribuant à leurs actionnaires entre 40% et 50% de leur marge brute d'autofinancement sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Les deux géants européens ont affirmé leur volonté de tenir leur politique de distribution même dans un environnement de prix dégradé. Shell dit avoir besoin d'un prix du baril à 50$ pour financer son programme de rachats d'actions actuel à plus de $3 milliards par trimestre. De son coté, Total Energies promet de retourner au moins $750 millions par trimestre dans un environnement de pétrole à 60$. En plus de rémunérer leurs actionnaires en rachetant leurs propres titres, les pétroliers soulignent aussi l'attractivité de leurs multiples de valorisation. Les rachats d'actions couplés à la croissance du dividende ordinaire permettent à ces acteurs d'offrir un solide rendement boursier supérieur à 10%. Ainsi, la surperformance du secteur pétrolier européen en 2025 ne repose plus sur les prix du brut, mais dans leur capacité d'adaptation à un contexte moins favorable et leur rigueur en matière d'allocation du capital.

Enfin, les pétroliers ont un rôle clé dans la garantie d'un approvisionnement fiable et à coût abordable en énergie. Leur présence mondiale, leur expertise technique et leur capacité d'investissement en infrastructures critiques font d'elles des acteurs incontournables pour la sécurité énergétique des Etats, un enjeu de souveraineté majeur dans un monde plus conflictuel, tel que décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	28/11/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois
MSCI EMU	192,6	187,6	192,1	163,2	159,8	2,7	0,3	18,0	20,5
MSCI EMU Mid Cap	1 314,9	1 281,1	1 311,3	1 056,7	1 045,4	2,6	0,3	24,4	25,8
MSCI EMU Small Cap	518,9	493,6	515,9	390,5	394,7	5,1	0,6	32,9	31,5
MSCI Europe	192,6	188,0	192,1	169,9	169,8	2,5	0,3	13,4	13,4
France CAC 40	8 122,7	7 982,7	8 099,5	7 380,7	7 179,3	1,8	0,3	10,1	13,1
Allemagne DAX 30	8 930,3	8 651,2	8 904,5	7 648,6	7 462,8	3,2	0,3	16,8	19,7
Italie MIB	43 357,0	42 661,7	43 219,9	34 186,2	33 260,1	1,6	0,3	26,8	30,4
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 720,5	9 539,7	9 693,9	8 173,0	8 281,2	1,9	0,3	18,9	17,4
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 091,4	10 853,4	11 068,7	9 877,2	9 955,3	2,2	0,2	12,3	11,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés ont été généralement bien orientés, portés par les anticipations croissantes d'un assouplissement monétaire de la Réserve Fédérale américaine et un regain d'intérêt en faveur de la thématique de l'intelligence artificielle. Les pays les plus exposés au secteur technologique, tels que Taïwan et Hong Kong réalisent les plus fortes progressions. A l'inverse, la Malaisie, moins exposée au secteur, s'inscrit en légère baisse. Parmi les éléments transverses, la dynamique indienne a encore été renforcée par la mise en place de nouvelles législations sur le droit du travail destinées à stimuler le secteur manufacturier. Dans cet ordre d'idée, NHK Spring, champion indien des ressorts automobiles, prévoit de se diversifier dans la production de noyaux de moteurs pour véhicules électriques dès 2026. À Taïwan, le président Lai Ching-te a proposé une augmentation des dépenses militaires de 40 Mds$ sur 8 ans, en réaction aux tensions géopolitiques avec la Chine.

Au cours d'une semaine boursière abrégée par les célébrations de Thanksgiving aux **Etats-Unis**, les actions américaines ont poursuivi leur rallye. Les grands indices ont enregistré 5 séances consécutives de hausse, portés par les anticipations d'une nouvelle baisse des taux directeurs de la Fed et un regain d'appétit en faveur de la thématique IA. Dans ce contexte, les petites et moyennes capitalisations ont retrouvé des couleurs, progressant respectivement de 7% et 5,6%, contre 4% pour l'indice S&P500. Les secteurs des services de communication et de la consommation discrétionnaire, très favorisés par les grandes valeurs exposées à la thématique IA, surperforment sensiblement l'indice général tandis que les compartiments défensifs comme la consommation courante, les services aux collectivités et l'immobilier ont été peu recherchés. Dans la sphère IA, les programmes d'investissements se poursuivent à un rythme soutenu, avec notamment Amazon qui prévoit d'investir 65 Mds$ dans des infrastructures (centres de données et super-ordinateurs) destinées à des applications commerciales et gouvernementales. En parallèle, la concurrence s'intensifie entre les puces GPU, vendues par Nvidia ou AMD, et les puces ASICS, développées par Broadcom, Alphabet ou Amazon. Ces dernières affichent en effet de meilleures performances sur des tâches spécifiques, consomment jusqu'à 50% d'énergie en moins et sont sensiblement moins chères (50% à 90% d'écart de prix). Elles ont ainsi servi à entraîner le modèle Gemini 3 d'Alphabet, et auraient permis à ce dernier de gagner un important contrat auprès de Meta (détails non divulgués). En ce qui concerne la réglementation bancaire, les 3 grandes agences américaines de supervision (FED, FDIC et OCC) ont adopté la semaine dernière un nouveau mode de calcul du ratio de levier supplémentaire renforcé, applicable aux 8 grandes banques systémiques. Cette mesure, décidée sous l'impulsion du Secrétaire au Trésor, vise à encourager ces institutions bancaires à détenir davantage de dettes publiques dans le but d'améliorer la liquidité et la stabilité de ce marché dans les périodes de tensions. La mesure pourrait permettre d'accroître leurs encours en titres du Trésor de près de 2,000 Mds$, sans préjuger de l'attrait des autres opportunités de placement (prêts aux entreprises) ou de leur sensibilité au risque de taux d'intérêt. La nouvelle norme entrera en vigueur le 1er avril 2026, mais pourra être adoptée volontairement dès janvier 2026.

Le Focus de la semaine : Quand les modèles d'intelligence artificielle chinois fragilisent les modèles propriétaires américains

La montée en puissance des modèles chinois d'intelligence artificielle à architecture ouverte a montré quelques signaux d'accélération sur la période récente. Après la rupture introduite par DeepSeek en début d'année, la qualité du modèle Kimi K2 de Moonshot AI illustre la capacité de la Chine à développer des intelligences artificielles à très haute performance à un coût à priori largement inférieur à celui des acteurs américains. En effet, les résultats obtenus récemment dans la majorité des domaines de compétences par Kimi K2 suggèrent un resserrement rapide de l'écart entre modèles ouverts chinois et modèles propriétaires occidentaux. Les modèles chinois utilisent des approches pragmatiques, moins coûteuses et très ciblées, pour maximiser les capacités de raisonnement. L'ouverture du code accélère l'itération et la reproductibilité des modèles. A l'inverse, les modèles américains misent sur une augmentation massive de la taille des modèles (nombre de paramètres), de la taille des bases de données traitées ainsi que de la puissance de calcul, financés par des levées de fonds importantes ou par de l'endettement. Ainsi, le caractère ouvert contraste avec le modèle économique occidental fondé sur des systèmes fermés et des tarifs d'utilisation élevés, nécessaires au vu des dépenses engagées. Enfin, notons que l'adoption croissante de modèles chinois par des sociétés de la Silicon Valley mérite une attention particulière. Attirées par la combinaison d'un coût réduit, d'une flexibilité d'intégration et de performances compétitives, ces entreprises contribuent, volontairement ou non, à la pénétration progressive des technologies chinoises au sein même du supposé centre mondial d'innovation. Cette dynamique, si elle se confirme, pourrait conduire à une redéfinition des dépendances technologiques, avec des effets à long terme sur la souveraineté numérique américaine, notamment dans le contexte où la soutenabilité de cette trajectoire de dépenses est dépendante à un endettement croissant. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous surveillons l'émergence de l'intelligence artificielle ouverte chinoise comme un paramètre économique et géopolitique susceptible de reconfigurer durablement les équilibres technologiques dans un monde de plus en plus bipolaire.

Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %) en devise locale				Variations (en %) en €			
	28/11/25	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 849	6 603	6 813	5 882	5 999	3,7	0,5	16,4	14,2	3,0	0,5	4,0	3,9
Etats-Unis - Dow Jones	47 716	46 245	47 427	42 544	44 722	3,2	0,6	12,2	6,7	2,4	0,6	0,1	-2,9
Etats-Unis - Nasdaq	23 366	22 273	23 215	19 311	19 060	4,9	0,7	21,0	22,6	4,1	0,6	8,0	11,5
Japon Nikkei 300	720	705	719	604	577	2,1	0,2	19,1	24,7	1,5	0,2	7,0	10,1
Corée du Sud KOSPI	3 927	3 853	3 987	2 399	2 505	1,9	-1,5	63,6	56,8	1,3	-1,9	47,1	35,7
Chine - Shanghaï	3 889	3 835	3 875	3 352	3 296	1,4	0,3	16,0	18,0	1,0	0,3	6,8	9,9
Hong Kong Hang Seng	25 859	25 220	25 946	20 060	19 367	2,5	-0,3	28,9	33,5	1,8	-0,4	14,8	21,5
Marchés Emergents - MSCI	1 367	1 334	1 370	1 075	1 080	2,5	-0,3	27,1	26,6	1,7	-0,3	13,5	15,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Focus Marchés :

La concentration du S&P 500, un phénomène qui s'accentue depuis 3 ans et qui se conjugue avec une hausse de la volatilité

Aujourd'hui, **le VIX est un indicateur mondialement reconnu comme une mesure du sentiment de marché américain à court terme**. Il est calculé sur la base de la volatilité implicite des actions sur l'indice S&P 500. Cependant, il ne reflète pas l'ensemble des risques et des opportunités liés aux actions américaines. Par exemple, si une minorité surpondérée des titres composants le S&P 500 chute brutalement tandis qu'une majorité des titres représentant une pondération équivalente progresse en sens opposé, alors **l'indice de référence peut rester relativement stable sous l'effet de la diversification, c'est-à-dire en fonction de la dispersion des performances.** Un rappel que chaque titre présente un profil de risque distinct de celui de l'indice. **Cette caractéristique est particulièrement importante dans un marché concentré** où les 7 plus grandes capitalisations de l'indice (surnommées les M7[1]) représentent à elles seules plus d'un tiers de la pondération de l'indice.

Le fournisseur d'indices qui calcule le VIX lançait justement l'année dernière un nouvel indice basé sur la moyenne des volatilités individuelles des titres de l'indice S&P 500, le VIXEQ. Il fait lui-même écho à l'indice de dispersion du S&P 500, le DSPX, lancé un an auparavant en septembre 2023. Ces deux indices apportent une compréhension plus fine du mouvement des performances des titres les uns par rapport aux autres au sein de l'indice de référence, et complètent ainsi le VIX. Toutefois, ils présentent le même biais de déformation que celui-ci, c'est-à-dire une sur-représentation des plus grandes capitalisations boursières vis-à-vis des plus petites.

Nous proposons un regard sur ce phénomène de dispersion sous l'angle des volatilités historiques [2] en isolant l'effet de déformation lié à la taille des capitalisations. Pour cela, nous analysons la performance annuelle des membres du S&P 500 équipondérés par compartiments en fonction de la taille de leurs capitalisations boursières depuis 1990 (ici, seules les années depuis 2020 sont affichées). Ainsi, on forme 7 compartiments rebalancés tous les ans, comme présentés dans le tableau ci-dessous : les 15 plus grandes capitalisations (ou « top 15 »), les 85 suivantes, 3 compartiments des 100 suivantes, les 85 suivantes, et enfin les 15 plus petites. Nous en déduisons ensuite la volatilité par compartiment (A), puis la moyenne des volatilités individuelles des titres (B), et enfin nous définissons la dispersion (C) comme étant la racine de l'écart entre le carré de ces deux derniers, selon la formule de l'encadré ci-après.

Le constat est que la performance observée du « top 15 » reste la plus élevée depuis 2015 (à l'exception de la période de stress de marché de 2022). Au cours des 3 dernières années, cette surperformance s'est intensifiée et aucun autre compartiment n'a réalisé une performance supérieure à celle de l'indice. Depuis 1998, 2 autres périodes ont enregistré une concentration aussi extrême : 1998-1999 et 2017-2020. En termes de volatilité, bien que le « top 15 » soit historiquement moins volatil, avec toutefois des retournements qui peuvent être brutaux (1998-2002 et 2018), la période récente illustre l'augmentation du risque associé à ce compartiment.

Sur le reste de l'indice, si la moyenne des volatilités individuelles du S&P 500 progresse depuis le début de l'année, celle de la dispersion de ses composants augmente davantage encore. Ce phénomène traduit des réactions de plus en plus extrêmes, conséquences de la nécessaire adaptation du modèle des entreprises et de la concentration des flux. Ces constatations soulignent la vigilance à porter à ce contexte particulier, et traduisent la fragilité de la progression des indices.

S&P 500 par compartiments en fonction du groupement de ses membres par taille de leur capitalisation boursière

$$Dispersion\ (\mathbf{C}) \cong \sqrt{[Moyenne\ des\ volatilités\ individuelles\ (\mathbf{B})]^2 - [Volatilité\ quotidienne\ annualisée\ (\mathbf{A})]^2}$$

Compartiments par cap. boursières	Performance annuelle 2020	2021	2022	2023	2024	2025		Volatilité quotidienne annualisée (A) 2020	2021	2022	2023	2024	2025		Moyenne des volatilités individuelles (B) 2020	2021	2022	2023	2024	2025		Dispersion (C) 2020	2021	2022	2023	2024	2025
15 plus grandes (1)	+20.5	+27.6	-26.4	+46.5	+50.3	+20.5		33.4	14.0	26.5	16.5	17.7	23.0		42.6	23.8	38.4	25.7	30.9	35.5		26.5	19.3	27.9	19.7	25.3	27.1
85 suivantes (2)	+13.5	+25.2	-12.3	+17.6	+10.9	+13.1		33.7	12.5	21.2	12.4	10.6	17.3		45.9	25.1	34.5	24.9	25.4	32.2		31.1	21.7	27.2	21.5	23.1	27.1
100 suivantes (3)	+6.3	+23.3	-10.9	+10.8	+9.6	+11.6		35.0	12.8	20.5	12.2	10.7	17.1		52.7	25.9	34.2	25.3	25.8	31.9		39.4	22.5	27.3	22.2	23.4	26.9
100 suivantes (4)	+9.1	+26.0	-9.0	+11.6	+8.2	+9.5		36.7	13.2	21.4	14.5	11.4	16.8		53.4	26.5	35.5	27.4	26.2	33.0		38.7	23.0	28.4	23.3	23.6	28.4
100 suivantes (5)	+10.7	+31.3	-17.2	+5.2	+12.5	+8.3		34.2	14.8	23.3	14.5	11.7	18.2		51.2	28.9	37.3	29.9	27.6	33.5		38.0	24.8	29.1	26.1	24.9	28.1
85 suivantes (6)	-3.5	+26.8	-8.7	+14.1	+7.4	+0.3		41.1	17.6	22.0	18.2	12.8	19.3		62.6	31.0	38.3	34.5	29.2	34.9		47.1	25.5	31.3	29.3	26.3	29.1
15 plus petites (7)	-2.0	+33.2	-16.4	+8.9	+10.0	+4.3		58.9	29.3	25.0	23.9	18.6	22.9		81.4	41.2	45.2	43.0	33.6	42.5		56.3	29.0	37.7	35.7	27.9	35.9
Compartiments sup. au niveau de l'indice	1	3	6	1	1	1		4	5	2	5	3	2		2	3	4	3	4	4		2	3	7	3	4	7
Indice S&P 500	**+16.3**	**+26.9**	**-19.4**	**+24.2**	**+23.3**	**+15.5**		**34.4**	**13.1**	**24.2**	**13.1**	**12.6**	**20.0**	**Moyenne des vol. ind.**	**53.6**	**27.7**	**36.3**	**28.7**	**27.1**	**33.4**	**Dispersion**	**41.1**	**24.5**	**27.1**	**25.5**	**24.0**	**26.8**

Sources : Covéa Finance / Recherche Quantitative, Bloomberg. Données arrêtées au 24/10/2025.

[1] *Les sept plus grandes capitalisations du S&P 500, surnommées les M7 : Nvidia, Microsoft, Apple, Meta, Amazon, Tesla, et Alphabet.*

[2] *La volatilité historique est définie ici comme l'écart-type annualisé des performances quotidiennes sur un an.*

Victor James

Responsable de la Recherche Quantitative

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'Involution[1] Chinoise va-t-elle standardiser le « Sud Global[2] » ?

Aujourd'hui, l'attention des marchés occidentaux se concentre essentiellement sur les barrières douanières et le découplage initié par Washington et Bruxelles vis-à-vis de la Chine. Pourtant, cette lecture géopolitique occulte vraisemblablement le pivot stratégique engagé par Pékin. À travers la mise en œuvre active de ses politiques de lutte contre l'involution ou *Neijuan* (juillet 2025), la Chine ne cherche plus seulement à assainir sa concurrence domestique, mais à déployer ses capacités dans une volonté de domination mondiale. Elle cherche a s'imposer comme le fournisseur d'infrastructures de référence pour le « Sud Global », exportant des standards technologiques forgés dans une compétition domestique sans équivalent.

Aux origines du Neijuan, quand le fédéralisme Chinois s'emballe

Pour comprendre l'agressivité des champions chinois à l'export, il faut remonter aux origines politiques de l'Involution, ou Neijuan. Ce phénomène de « concurrence destructrice » trouve sa source dans le fédéralisme économique chinois, où chaque gouvernement provincial subventionne massivement ses propres champions locaux pour atteindre les objectifs de croissance fixés par Pékin (cf. *« The New China Playbook »,* Keyu Jin). Cette dynamique entraîne une duplication systématique des investissements et une surcapacité chronique, comme en témoigne l'existence de plus de cinquante constructeurs de véhicules électriques actifs aujourd'hui. Si cette saturation freine l'émergence rapide de profits et dilue les ressources dans une concurrence domestique intense, elle agit également comme un filtre darwinien. Les entreprises qui survivent à cette arène, où les marges sont faibles et l'exigence technologique maximale, développent une résilience opérationnelle et une structure de coûts que les acteurs occidentaux, parfois protégés par des oligopoles plus confortables, peinent à égaler.

Les conséquences de l'Involution : une innovation dictée par le coût

Cette sélection naturelle a donné naissance à une nouvelle classe d'actifs technologiques, l'innovation de pointe accessible. C'est dans le secteur critique de la santé que cette mutation est la plus spectaculaire, incarnée par deux champions nationaux devenus exportateurs globaux.

MGI Tech est l'archétype de la résilience forcée. Longtemps perçue comme un simple assembleur dans l'ombre du géant américain Illumina, l'entreprise a été contrainte par les sanctions et les barrières de propriété intellectuelle à une réinvention totale. MGI a dû développer sa propre chimie de séquençage (« DNBSEQ ») pour contourner les blocages américains, transformant une contrainte existentielle en avantage compétitif. Le résultat est une technologie propriétaire, libérée des royalties occidentales, capable de délivrer un coût par génome souvent inférieur aux standards du marché. En proposant des séquenceurs haut débit à une fraction du prix des équipements américains, MGI peut démocratiser la médecine génomique pour des systèmes de santé qui en étaient exclus. De son côté, Mindray Bio-Medical Electronics illustre la trajectoire maitrisée de la montée en gamme industrielle. L'entreprise a débuté en saturant le bas de gamme des hôpitaux ruraux chinois, un segment ignoré par les multinationales. Cela lui a permis de perfectionner ses processus de fabrication et d'accumuler de la trésorerie pour l'investir en R&D. Aujourd'hui, Mindray ne se bat plus seulement sur les prix, mais sur la performance de ses systèmes d'imagerie. Ces derniers concurrencent désormais frontalement GE Healthcare ou Philips dans les blocs opératoires les plus modernes. Pour un acheteur public en Indonésie ou au Brésil, l'équation économique se pose : pourquoi payer la « prime de marque » occidentale quand la technologie chinoise offre désormais une quasi-parité fonctionnelle avec un coût de possession inférieur.

Vers un verrouillage des standards ?

La conséquence ultime de cette dynamique est le risque d'un verrouillage technologique durable, à l'échelle internationale. En déployant ses infrastructures numériques, ses équipements médicaux et ses flottes de véhicules électriques dans les pays émergents, la Chine ne vend pas seulement du matériel, elle exporte ses normes, ses logiciels et ses écosystèmes de maintenance (cf. *« The House of Huawei »,* Eva Dou). À mesure que le Sud Global adopte ces technologies « suffisantes et accessibles », il s'éloigne de facto des standards occidentaux. Nous risquons alors de nous diriger vers un monde structuré autour de deux axes, avec d'un côté un bloc Nord-Atlantique plus « premium », et de l'autre la sphère « Sino-Globale » opérant sur des standards pragmatiques, hérités de l'involution chinoise.

Ces éléments étayent notre thématique de « Régionalisation du Monde » développée dans nos Perspectives Économiques et Financières. Politiquement, la fragmentation des standards technologiques confirme que la « Tech Universelle » est un concept révolu. Économiquement, cela signifie que la pression déflationniste sur les biens d'équipement industriels risque de perdurer, alimentée par la volonté de la Chine d'exporter sa domination, en s'appuyant sur d'importantes productions. Financièrement, pour l'investisseur, cela implique de surveiller les vainqueurs de l'involution chinoise, car dans ce monde en régionalisation, ce sont eux qui risquent de capter la croissance démographique et économique des marchés émergents, là où les champions occidentaux pourraient se heurter à un plafond de verre tarifaire.

*1 **Involution ou Neijuan:** Désigne une compétition interne féroce et stérile. En économie, cela se traduit par une "course vers le bas" (guerre des prix, heures supplémentaires excessives) où l'effort marginal ne produit plus de gain marginal,. C'est l'opposé des gains de productivité.*

*2 **Sud Global:** Concept géopolitique, plus que géographique, regroupant les économies émergentes et en développement (majoritairement en Afrique, Asie et Amérique latine) par opposition au « Nord Global » (G7/OCDE). Il se définit par une volonté commune de rééquilibrage des institutions multilatérales.*

Félix Laroche

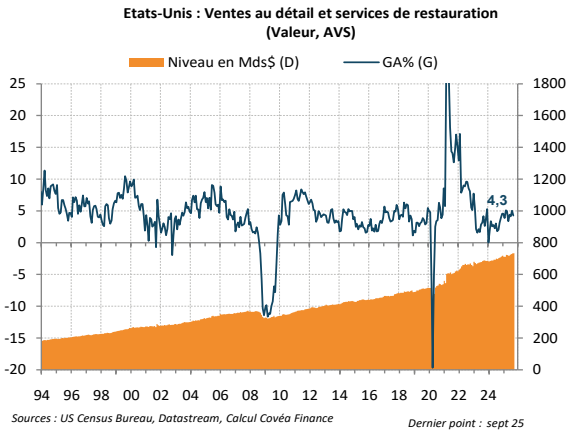
Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Beige Book fait part d'une dégradation du marché du travail »

Le *Beige Book* de la Réserve fédérale (Fed) indique que l'activité a peu évolué sur la période allant de début octobre au 17 novembre. La tendance générale de la consommation est au ralentissement malgré la solidité des ventes des détaillants dans le segment haut de gamme, signe d'une polarisation des dépenses. La dynamique de l'inflation reste inchangée par rapport au précédent *Beige Book*. Les fabricants et les détaillants rapportent être confrontés à une hausse des coûts des intrants liée aux droits de douane. Le prix des assurances santé pour les travailleurs est également cité par les entreprises comme un vecteur de hausse du coût du travail. **En revanche, la situation sur le marché du travail semble s'être dégradée.** L'emploi était décrit comme stable dans l'enquête précédente. Cette fois, le Beige Book fait état d'un emploi en recul, avec près de la moitié des districts faisant part d'un affaiblissement de la demande.



Sources : US Census Bureau, Datastream, Calcul Covéa Finance *Dernier point : sept 25*

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Conf. des consommateurs - Conference Board	*Indice*	nov.-25	**88,7**	95,5	105,4	104,5
Ventes au détail	*Val, CVS, GA%*	sept.-25	**4,3**	5,0	3,5	2,6

**Du 24/11/2025 au 30/11/2025* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

L'intelligence artificielle (IA), à l'origine d'un boom des investissements dans certains domaines, entraine un recul des embauches dans d'autres. Certaines entreprises ont ainsi déclaré qu'elles réduisaient leurs embauches au niveau débutant, car elles s'appuient davantage sur l'IA pour effectuer les tâches de base. En l'absence de nombreuses données statistiques, et notamment les rapports d'emploi pour les mois d'octobre et novembre, le *Beige Book* revêt une plus grande importance pour la réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale des 9 et 10 décembre. **Cette description d'un marché du travail en ralentissement au cours des dernières semaines pourrait faire pencher la Fed vers une nouvelle baisse de taux.** Les dernières déclarations des banquiers centraux avant la période de silence imposée avant la réunion le suggèrent. Le gouverneur Waller s'est dit une nouvelle fois favorable à une baisse de taux en décembre, tout en soulignant qu'une poursuite du mouvement en janvier est plus incertaine. La présidente de la Fed de San Francisco Mme Daly, votante seulement en 2027, a également défendu une baisse en décembre car elle estime qu'une détérioration soudaine du marché de l'emploi est à la fois plus probable et plus difficile à gérer qu'une flambée de l'inflation. Ces déclarations de Mme Daly doivent être prises en compte car elle affiche très rarement une position différente de celle du Président de la Réserve fédérale Jerome Powell.

Du côté des données statistiques, le retard des publications lié à la fermeture du gouvernement fédéral est progressivement rattrapé. **La dynamique des ventes au détail a ralenti en septembre,** avec une progression mensuelle de 0,2% en valeur, après 0,6% en août. La catégorie groupe de contrôle (hors automobiles, essence, matériaux de construction et services alimentaires) s'inscrit en recul de 0,1 % sur le mois, la première baisse depuis avril. En rythme annuel, les ventes au détail affichent toujours une croissance de plus de 4% en valeur. A ce chiffre sous les attentes, s'est ajoutée la publication de l'indice de confiance du consommateur du Conference Board, qui fait part d'une nette dégradation en novembre, l'indice passant de 95,5 à 88,7. Les composantes situation présente et perspectives se dégradent, ce qui pourrait toutefois refléter l'impact de la fermeture du gouvernement fédéral pendant 6 semaines. L'indicateur *labor differential* (solde entre les personnes qui estiment qu'il est aisé de trouver un emploi et ceux qui estiment cela difficile) se dégrade légèrement, mais reste au-dessus du point bas de septembre, ce qui pourrait suggérer une stabilisation du taux de chômage sur la période récente.

Sébastien Berthelot

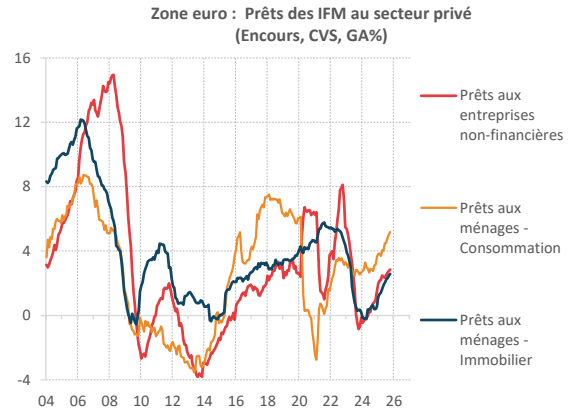
Responsable de la Recherche Economique

Suivi Macroéconomique

Europe

« Les banquiers centraux européens confortables avec le niveau des taux directeurs »

Le compte-rendu de la réunion de fin octobre du Conseil des gouverneurs de la BCE confirme d'abord que la majorité des participants juge faible le risque de voir l'inflation s'installer durablement sous l'objectif de 2%. Ils estiment de plus que la banque centrale ne doit pas réagir à des déviations temporaires à cet objectif, rendant peu probable des baisses supplémentaires des taux directeurs européens même si l'inflation passait ces prochains mois quelques dizaines de points de base sous l'objectif de 2%. Sauf si le prochain paquet de prévisions indique que cette situation pourrait être durable. Par ailleurs, il a été souligné que les importations européennes en provenance de Chine ont progressé de 10% au cours des six derniers mois et que leurs prix ont baissé. Néanmoins, certains ont aussi remarqué que ces mouvements concernaient surtout des biens intermédiaires, ce qui pourrait expliquer l'absence de répercussion -pour le moment- sur les prix à la consommation.



Source : BCE, Datastream, Covéa Finance *Dernier point oct 25*

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	sept.-25	**0,9**	1,5	-1,9	1,2
AL	IFO - Climat des affaires	*Indice*	nov.-25	**88,1**	88,4	88,9	86,8
FR	Dépenses de consommation	*Vol, CVS, GA%*	oct.-25	**0,4**	-0,2	-1,5	-0,3
ES	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	oct.-25	**3,7**	4,2	3,0	1,8

**Du 24/11/2025 au 30/11/2025* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

De fait, **la première estimation d'inflation du mois de novembre dans les quatre plus grandes économies de la zone euro peine à illustrer l'amorce d'un ralentissement supplémentaire des prix** dans l'Union économique et monétaire. Mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'inflation sur un an a augmenté en Allemagne en novembre, à 2,6% contre 2,3% le mois précédent. Elle est restée stable en France, à son très bas niveau de 0,8%, et elle a légèrement diminué en Espagne (mais l'indice hors alimentation et énergie a accéléré, avec une progression de 2,6% sur douze mois) et en Italie.

Les statistiques d'octobre de distribution de crédit des banques aux entreprises non-financières et aux ménages ne peuvent, également, que conforter le sentiment d'absence d'urgence à baisser plus franchement les taux directeurs. Elles montrent en effet que les conditions de financement restent favorables, avec des prêts plus dynamiques, tant pour le financement de la consommation que pour les achats immobiliers des ménages ou pour l'activité des entreprises.

L'indice de sentiment économique de la zone euro a encore légèrement progressé en novembre, pour retrouver un plus haut depuis le printemps 2023. Il confirme la résistance de la conjoncture économique aux multiples vents contraires, même si, à 97,0, l'indicateur global reste significativement en-dessous de sa moyenne de longue période (égale à 100 par construction). Malgré une demande encore (très) faible, notamment à l'international, les perspectives de prix de vente des entreprises manufacturières augmentent pour le troisième mois d'affilée. Dans les services également l'indicateur des perspectives de prix de vente progresse, après avoir marqué le pas au cours des deux mois précédents.

A l'occasion d'une visite de MM. Lutnick (secrétaire au commerce) et Greer (représentant au commerce) à Bruxelles, les ministres du commerce des pays membres de l'UE leur ont demandé d'accélérer l'application de l'accord commercial trouvé durant l'été entre l'administration Trump et la Commission européenne, à commencer par la baisse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium européens importés aux Etats-Unis et leur suppression sur les vins et spiritueux. En réponse, **M. Lutnick s'est engagé à satisfaire ces demandes si l'Union européenne revoyait auparavant sa législation sur les services numériques pour la rendre « plus équilibrée ».** Une exigence qui pourrait amener certains dirigeants européens à agiter à nouveau la menace de l'instrument anti-coercition.

Le Parlement allemand a adopté le budget 2026. Celui comprend près de 127Mds€ d'investissements publics, dont 49Mds€ du Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (+22Mds par rapport à 2025) et 22Mds€ (-4Mds€) du fonds pour le climat et la transition. Les investissements du budget général diminuent de 5,5Mds€ par rapport à 2025. L'augmentation des investissements publics en 2026 devrait par conséquent être de 12,5Mds€. Au total, les emprunts nets du gouvernement allemand devraient atteindre 180Mds€ l'année prochaine, dont 98Mds€ pour le budget général (cf. Focus, page suivante).

En France, les désaccords concernant le budget 2026 persistent alors que les échéances approchent. Le 25 novembre, le Sénat a adopté le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) dans une version sensiblement différente de celle travaillée par l'Assemblée nationale. Le principal point de divergence porte sur la suspension de la réforme des retraites, que les sénateurs ont supprimée. En raison de ces désaccords, une commission mixte paritaire réunissant 7 sénateurs et 7 députés s'est tenue, sans parvenir à un consensus. Le texte retourne donc à l'Assemblée nationale pour une deuxième lecture. Les députés ont théoriquement jusqu'au 12 décembre pour voter le PLFSS. Début novembre, ils avaient pu voter (et adopter) la partie « recettes » du PLFSS mais n'avaient pas eu le temps d'examiner la partie « dépenses » ni d'approuver le texte dans son ensemble. En parallèle, les sénateurs ont entamé le 27 novembre l'examen du projet de loi de finance (le PLF, budget de l'Etat), dont la partie « recettes » avait été rejetée à la quasi-unanimité à l'Assemblée nationale le 24 novembre.

Le gouvernement britannique a présenté son budget 2026, marqué principalement par des hausses d'impôts, notamment via le gel des tranches d'imposition et des mesures plus ciblées. Plusieurs mesures ne seront appliquées qu'à partir de 2027 voire au-delà, ce qui limitera l'impact sur la croissance dès 2026. Le gouvernement prévoit un déficit public de 4,5% du PIB sur l'année fiscale 2025-2026, puis une baisse à 3,5% du PIB l'année suivante.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste

Jean-Louis Mourier
Economiste

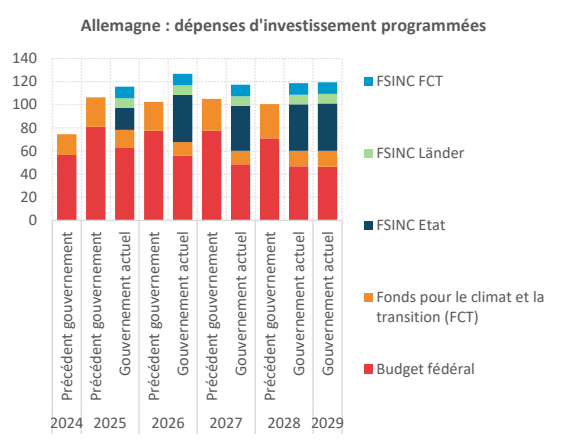
Suivi Macroéconomique

Focus : Allemagne, un budget d'investissements ?

Le Parlement allemand a adopté le budget 2026, qui prévoit une forte progression des dépenses d'investissement.

De fait, **les investissements publics devraient atteindre près de 127Mds€**, soit 11Mds€ de plus que dans le budget 2025 élaboré par la coalition au pouvoir, qui prévoyait déjà une hausse d'un peu plus de 9Mds€ par rapport au projet élaboré par les sortants avant les élections anticipées du début de l'année. Si l'on compare avec 2024, dernier budget exécuté, la progression des investissements programmés est impressionnante puisqu'elle dépasse 50Mds€ en deux ans. La priorité donnée par le gouvernement allemand au redressement de l'investissement public, notamment dans les infrastructures, qu'avait amorcé l'équipe précédemment au pouvoir ne fait ainsi que peu de doute.

Toutefois, se pose la question de l'impact sur l'activité économique de l'effort affiché. Lors de la présentation du plan, au printemps dernier, des projections avaient été élaborées, notamment par les instituts allemands de conjoncture, qui tablaient sur une croissance sensiblement plus élevée ces prochaines années, grâce aux dépenses supplémentaires d'investissement. **Mais, dans son rapport annuel 2025-2026, le Conseil des experts économiques a revu à la baisse ses attentes, notamment pour 2026.** Ces conseillers du gouvernement allemand s'attendent toujours à un redressement de la croissance économique de l'Allemagne permis par l'augmentation des investissements publics. Mais de moindre ampleur qu'ils l'estimaient au printemps dernier.



S'ils saluent la croissance des investissements annoncés dans les budgets 2025 et 2026, **ils constatent que la progression est un peu moindre que prévu, en particulier parce qu'une partie des investissements financés par le Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (FSINC), dont les dépenses ne sont pas soumises au mécanisme institutionnel de frein à la dette, remplace des investissements auparavant financés sur le budget général de l'Etat fédéral.**

Ainsi, la coalition qui a éclaté en fin d'année dernière avait-elle prévu de porter les investissements publics de 74,5Mds€ en 2024 à 106,5Mds€ en 2025. Ce projet de budget n'a jamais pu être voté. Il a été remplacé, durant l'été, par celui de la coalition « rouge—noire » entre l'Alliance CDU-CSU et les SPD, avec des investissements portés à 115,7Mds€, dont 37,3Mds€ financés par le fonds spécial créé en mars dernier. **Les investissement du budget général ont ainsi été ramenés de 81Mds€ à 62,7Mds** (soit tout de même en hausse par rapport à 2024), alors que ceux du Fonds pour le climat et la transition (FCT) ont été maintenus au niveau prévu par le gouvernement précédent, mais en bénéficiant d'un transfert de 10Mds€ de la part du FSINC, transfert qui sera réalisé tous les ans pendant 10 ans. Le projet table aussi sur des investissements additionnels des collectivités locales (Länder et communes) de 8,3Mds€ par an pendant 12 ans, qui proviendront de transferts du FSINC.

Le conseil des Expert économiques s'inquiète de la répartition entre investissements véritables et financement indirect de dépenses de consommation publique par le FSINC.

Le premier élément est que si l'Etat fédéral a établi que son budget général doit comprendre 10% d'investissements avant que le FSINC prenne le relai, une telle règle n'existe ni pour le Fonds pour le climat et la transition, ni pour les collectivités locales, qui doivent bénéficier chacun de 100Mds€ sur les 500Mds€ du Fonds. Cela génère une incertitude sur la destination finale de ces sommes.

Le second élément porte sur la nature des dépenses englobées sous le vocable « investissement ». Ainsi, la plus grande partie des dépenses annoncées concernent bien des investissements en infrastructures, notamment de transport. Mais, sont comptés dans ces investissements, des transferts financiers vers des entités impliquées dans les dépenses souhaitées, des prêts et garanties, ainsi que des subventions, dont une partie pourrait ne pas être utilisée au financement d'investissements.

Programme de dépenses du Fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (Mds€)

	2025	2026	2027	2028	2029
Infrastructures de transports	11,7	21,3	20,2	20,3	19,8
Infrastructures hospitallières	1,5	6,0	3,5	3,5	3,5
Infrastructures énergétiques	0,9	2,1	2,8	3,2	3,0
Infrastructures éducatives	0,0	1,2	1,4	1,4	1,5
Recherche et développement	0,5	1,0	1,5	2,1	3,4
Numérisation	4,0	8,5	8,6	8,6	8,5
Construction de logements	0,3	0,5	0,7	1,0	1,2
Total des dépenses fédérales	**18,9**	**40,5**	**38,8**	**40,1**	**40,8**
Transferts aux Länder et municipalités	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Transferts aux Fonds pour le climat et la transition	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Total des dépenses	**37,2**	**58,9**	**57,1**	**58,4**	**59,2**

Source : Ministère allemand des finances

Ainsi, alors que dans un scénario « idéal », le conseil des experts tablait sur le fait que la totalité des sommes engagées par le FSINC d'ici 2029 seraient des investissements additionnels, son scénario politique actuel l'amène à considérer que ce ne sera le cas « que » pour 47% des dépenses du Fonds. De plus, alors qu'il envisageait au printemps que la totalité serait de réels investissements. Les membres du conseils estiment désormais que ce sera le cas pour moins de la moitié de ces dépenses.

Ainsi, si le gouvernement suit son programme de dépenses tel qu'illustré dans le tableau ci-contre, les dépenses cumulées du FSINC atteindront 271Mds€ en 5 ans, soit près de la moitié de l'encours total prévu pour le fonds sur douze ans. Cette avance du calendrier de dépenses n'apporterait toutefois pas un soutien aussi important qu'initialement envisagé à la croissance économique allemande puisque les dépenses additionnelles aux investissements programmés par le gouvernement précédent seraient limitées à 127Mds€ sur cinq ans. De plus, seule la moitié de la somme ainsi annoncée serait de véritables investissements susceptibles d'avoir un impact important sur la croissance de l'activité avec un effet multiplicateur que les experts du conseil estiment supérieur à 1 (c'est-à-dire qu'un euro dépensé provoque une progression du PIB supérieure à 1€).

Au total, le projet du gouvernement correspond bien à une augmentation des investissements publics en Allemagne. Mais, pour tenir compte des réticences d'une partie de la coalition hétéroclite au pouvoir, les dépenses supplémentaires seront moins importantes qu'attendus et une partie de celles-ci serviraient indirectement à financer d'autres priorités des partis au pouvoir.

Jean-Louis Mourier

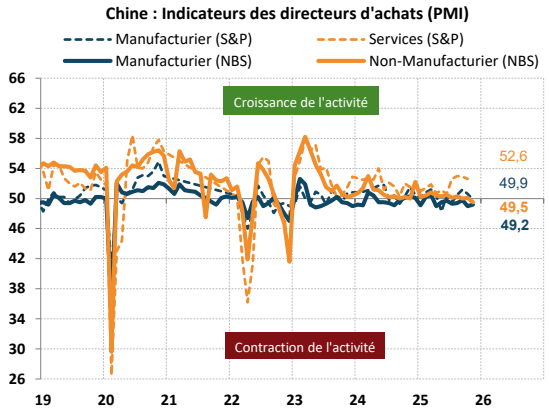
Economiste

Suivi Macroéconomique

Asie

« Les PMI restent mal orientés en Chine »

En Chine, l'activité économique reste peu dynamique en novembre, d'après les enquêtes PMI. Côté manufacturier, le PMI du Bureau national des statistiques (NBS) a légèrement progressé à 49,2 (+0,2 par rapport à octobre) mais décrit toujours une contraction de l'activité. Le PMI manufacturier publié par S&P, qui était en zone d'expansion sur les trois précédents mois, affiche une très légère contraction à 49,9 (-0,7), réduisant ainsi son écart avec l'indice du NBS. Hors manufacturier, l'enquête du NBS rapporte une nette détérioration dans les services à 49,5 (-0,7), probablement en lien avec l'essoufflement de l'effet des congés exceptionnels d'octobre, mais l'indice construction s'améliore quelque peu, bien que toujours en zone de contraction à 49,6 (+0,5).



Sources : NBS, S&P, Covéa Finance — ***Dernier point : nov 2025***

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	Taux de chômage	*% de la pop. act.*	oct.-25	**2,6**	2,6	2,6	2,5
	Ventes au détail	*Val, NCVS, GA%*	oct.-25	**1,8**	0,2	5,7	2,3
	Prod. Industrielle	*Vol, CVS, GA%*	oct.-25	**1,6**	2,0	-1,4	-3,0
CH	PMI Non-manufacturier	*Indice*	nov.-25	**49,5**	50,1	53,2	50,9
	PMI Manufacturier	*Indice*	nov.-25	**49,2**	49,0	49,9	49,8

**Du 24/11/2025 au 30/11/2025* — *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Sur le plan diplomatique, la Chine continue d'utiliser sa domination sur les métaux stratégiques comme un instrument d'influence. Lors de son discours au G20, le Premier ministre Li Qiang a appelé les « pays amis » à constituer une alliance autour de la Chine pour l'approvisionnement en terres rares. Li Qiang a également annoncé le lancement d'une initiative mondiale de coopération minière avec des pays partenaires, officiellement destinée à « promouvoir une coopération mutuellement bénéfique et une utilisation pacifique des minéraux stratégiques », tout en affirmant que la Chine protégerait les intérêts des pays en développement et encadrerait prudemment les usages militaires. Au moins 19 pays, dont le Cambodge, le Nigeria, la Birmanie et le Zimbabwe, ainsi que l'Organisation des Nations unies pour le développement industriel (Onudi), devraient participer à cette initiative.

Au Japon, les données d'activité sont bien orientées en octobre. La production industrielle a enregistré une solide hausse de 1,4% en glissement mensuel (GM) en volume, soit un deuxième mois consécutif de forte croissance après 2,6% en septembre. En glissement annuel (GA), la croissance atteint 1,5% en octobre. Alors que le secteur de la technologie était le moteur de l'industrie sur les derniers mois, la dynamique d'octobre a été portée par d'autres secteurs, dont l'automobile, les équipements de communication et les produits chimiques non pharmaceutiques. La consommation japonaise était également bien orientée en octobre, comme l'illustre la reprise des ventes au détail, à +1,6% en GM en valeur (+5% en GA), surtout soutenue par les biens durables (et en particulier les automobiles et équipements ménagers), après la stagnation du mois de septembre. Les ventes restent soutenues par la vigueur du tourisme.

Sur le plan budgétaire, les autorités japonaises ont annoncé, parallèlement au plan de relance présenté vendredi dernier (cf. suivi hebdomadaire du 24 novembre), le lancement d'un programme visant à réduire les dépenses publiques jugées inutiles. Ce dispositif prévoit une évaluation approfondie des subventions, allégements fiscaux et fonds d'investissement publics existants, afin d'en mesurer la pertinence. Le gouvernement souhaite recueillir l'avis du public via les réseaux sociaux pour identifier les mesures perçues comme superflues. En outre, ce programme vise probablement à rassurer sur le sérieux budgétaire du nouveau gouvernement, dans un contexte de remontée rapide des taux obligataires et de dépréciation marquée du yen, phénomènes accentués depuis son arrivée au pouvoir et l'adoption de son plan de relance.

En Corée du Sud, la banque centrale conserve sa politique inchangée pour une troisième réunion consécutive. Le taux directeur a été maintenu à 2,5% et les banquiers centraux ont adopté une communication moins accommodante que lors de la réunion d'octobre, sur fond de montée des préoccupations sur la stabilité financière et le marché immobilier. Toutefois, une majorité du comité se dit toujours en faveur d'une baisse de taux dans les trois prochains mois.

Louis Martin
Economiste

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.
Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.
Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.
Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.
Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.
Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.
Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.
Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L' « Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.